



## KLASSIFIZIERUNG DEUTSCHER BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMEN\*

► 1

	Small Cap	Mid Cap	Large Cap
Größenklassen (Marktkapitalisierung)	bis 100 Mio €	über 100 Mio € bis 2 Mrd €	über 2 Mrd €
Anzahl der Unternehmen	520	175	44
Anteil der Unternehmen an der Gesamtunternehmensanzahl	70,4 %	23,7 %	5,9 %
Börsenkapitalisierung	11,32 Mrd €	87,45 Mrd €	531,63 Mrd €
Anteil an der Gesamtbörsenkapitalisierung	1,8 %	13,9 %	84,3 %
Durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen	21,77 Mio €	499,70 Mio €	12.082,54 Mio €
Durchschnittlicher Free-Float-Anteil	45,4 %	40,7 %	51,9 %

\* Zum Stichtag 10. März 2009, berücksichtigt wurden die deutschen börsennotierten Unternehmen des Prime, General und Entry Standards.  
Quelle: Deutsche Börse AG; Unternehmensinformationen; eigene Berechnungen.

## DEUTSCHER AKTIENMARKT

# Das Schattendasein der Small Caps

Zwar zeichnet sich der deutsche Aktienmarkt durch eine Vielzahl börsennotierter Unternehmen aus, doch es sind vor allem die großen, international bekannten Konzerne des DAX 30, die das Börsengeschehen prägen. Dagegen führen die kleineren Aktiengesellschaften ein Schattendasein. Um das zu ändern, hat die DVFA eine Initiative für Small Cap Investments mit dem Ziel ins Leben gerufen, die Finanzkommunikation in diesem Segment deutlich zu verbessern. **Petra Oetken | Ralf Frank**

→ **Keywords:** Finanzkommunikation, Börse, Aktienanalyse

Die Analyse der kleinen Aktiengesellschaften erfordert eine Klassifizierung aller inländischen börsennotierten Unternehmen – ein Vorhaben, das erhebliche Hürden aufweist. Im allgemeinen Sprachgebrauch wird eine dreistufige Unterscheidung in Spezial-, Neben- und Standardwerte vorgenommen, die synonymen Anglizismen sind Small, Mid und Large Caps. Diese Ausdrucksweisen beziehen sich auf die Größe, gemessen an der Marktkapitalisierung (Market Cap), des jeweiligen Unternehmens.

### Klassifizierung anhand der Marktkapitalisierung

Das geeignete Maß zur Abbildung der Unternehmensgröße ist die dynamische Marktkapitalisierung, die dem Produkt der ausgegebenen Aktien und deren aktuellen Kurswert entspricht. Die Festlegung von Kapitalisierungsgrenzwerten ist problematisch, da weder aus wissenschaftlicher noch aus praktischer Sicht absolute oder generische Abgrenzungskriterien definiert werden können und infolgedessen die Determination einer gewissen Willkür unterworfen ist. Die Größe wie auch die Stimmung des Aktien-

marktes beeinflussen und modifizieren die möglichen Grenzwerte.

Für die Bestimmung der Small Caps wurden deutsche börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 100 Mio € zugrunde gelegt. Diese Abgrenzung erscheint zum einen aus Sicht von Investment Professionals und der bestehenden Literatur als realistisch und berücksichtigt zum anderen die aus der Finanzkrise resultierenden geringen Unternehmenskapitalisierungen. Als Mid Cap werden aus Vergleichszwecken Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen 100 Mio € und 2 Mrd € verstanden, während die Large Caps alle darüber hinausgehenden Unternehmen erfassen ► 1.

Large Caps und zugleich die schwache Position der Small Caps deutlich. Eine weitere Analyse erhärtet diesen ersten Eindruck.

### Gravierende Informationsdefizite

Eine vertiefte Analyse der deutschen Small Caps stellt eine Herausforderung dar. Die Bereitstellung von Finanzdaten durch Informations- und Datendienstleister ist problematisch. Die angebotenen Informationen beziehen sich primär auf Daten der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung und der Cashflow-Rechnung. Damit werden wenige bis keine Daten zu wichtigen Elementen aus dem Bereich der Non-GAAPs wie zum Beispiel EPS, EBIT, ROCE etc. oder auch der Extra Financials (Auftragsbestände, Kun-

**„Mit einer durchschnittlichen Volatilität von 82 % im Jahr 2008 sind die kleinen Aktiengesellschaften, im Vergleich zu den Large Caps mit 53 %, besonders risiko- wie auch chancenreich.“**

Die identifizierten 520 Small Caps repräsentieren mit 70,4 % die größte Anzahl deutscher börsennotierter Unternehmen, aber sie umfassen lediglich 1,8 % der Gesamtbörsenkapitalisierung. Dagegen bilden nur 44 Large Caps bereits 84,3 % der Gesamtbörsenkapitalisierung ab. An dieser Stelle wird bereits die Dominanz der

denzufriedenheit usw.) zur Verfügung gestellt. Allerdings sind diese Daten mehrheitlich für die Unternehmen der geläufigen Indizes DAX, MDAX, TecDAC sowie SDAX verfügbar.

Des Weiteren ist die Aktualität der Daten nicht gegeben, so dass Ende April 2009 für die Small Caps keine

→ Finanzdaten zur abgelaufenen Periode 2008 bereitgestellt wurden. Diese intransparente Informationslage ist ein außerordentlicher Nachteil für die Small Caps wie auch für potenzielle Investoren und Intermediäre.

Verstärkt wird die Intransparenz durch die Tatsache, dass 68,3 % der deutschen Small Caps erst in den letzten zehn Jahren

an die Börse gingen. Insbesondere in Zeiten des Neuen Marktes und der Einführung des Entry Standard zog es die Small Caps an den Aktienmarkt. Hierdurch wird einerseits die Unternehmensbewertung aufgrund mangelnder (Vergangenheits-)Daten und andererseits durch die unbefriedigende Finanzkommunikation der Unternehmen erschwert.

Überdies sind die deutschen Small Caps überwiegend Know-how-intensiv, wodurch besondere Anforderungen an die Bilanzierung der immateriellen Vermögenswerte gestellt werden, denen jedoch nur selten entsprochen wird ► 2. Die daraus resultierende Unterbewertung sowie die erhöhten Kapitalkosten konnten wissenschaftlich nachgewiesen werden und beeinflussen die Situation der Small Caps nachteilig.<sup>1</sup>

### Die Charakteristika der deutschen Small Caps

Die Small Caps besitzen im Allgemeinen ein besonders hohes Risikoprofil. Daher wäre zu erwarten, dass der sogenannte Small-Cap-Effekt, das heißt eine langfristig ertragreichere Entwicklung, eintritt. Dieser Effekt stellt eine Risikoprämie für den Investor dar, welche die ungünstigen Charakteristika der Small Caps in Bezug auf die Informationsintransparenz, die hohe Volatilität und die geringe Liquidität ausgleichen soll. Für die untersuchten Small Caps konnte eine dementsprechend erhöhte Profitabilität anhand des unverwässerten Ergebnisses je Aktie indessen nicht festgestellt werden, wobei zu berücksichtigen ist, dass mit hoch aggregierten Zahlen gearbeitet wurde und somit Ausreißer keine Beachtung fanden. Insgesamt lassen sich für die Small Caps ein geringes bzw. defizitäres Periodenergebnis sowie Gewinnsteigerungen auf niedrigem Niveau konstatieren ► 3.

Die Volatilität sinkt, je höher die Unternehmensgröße und je länger der Vergleichszeitraum gewählt wird. Dieser Umstand kann dagegen für die deutschen Small Caps verifiziert werden. Mit einer durchschnittlichen Volatilität von 81,8 % im Jahr 2008 sind die kleinen Aktiengesellschaften, im Vergleich zu den Large Caps mit 53,2 %, besonders risiko- wie auch chancenreich.

Dagegen stellt die Liquiditätssituation der Small Caps ein konkretes Risiko für Anleger dar. Der Anteil der durchschnittlichen

Branchenzugehörigkeit der deutschen Small Caps			
Anteil an der Marktkapitalisierung des gesamten Small-Cap-Segments per 10. März 2009			
Branche	Anteil	Marktkapitalisierung in Mio €	Zahl der Unternehmen
Industrial	23,2%	2.704	116
Financial Services	20,6%	2.341	106
Software	14,4%	1.626	89
Pharma & Healthcare	9,0%	1.014	32
Consumer	7,7%	986	42
Technology	6,5%	750	34
Media	4,6%	524	38
Retail	3,6%	545	19
Automobile	2,4%	271	7
Basic Resources	2,0%	224	6
Food & Beverages	1,8%	216	10
Construction	1,6%	179	8
Telecommunication	0,9%	99	11
Chemicals	0,7%	83	4
Transportation & Logistics	0,5%	119	7
Banks	0,4%	45	1
Utilities	0,3%	29	2

Quelle: Deutsche Börse AG.

Durchschnittliches Ergebnis je Aktie – in € (unverwässert)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Small Caps	-0,01	0,07	0,13	0,23	0,20
Mid Caps	0,40	0,65	0,79	1,19	1,40
Large Caps	1,17	1,86	2,38	3,30	4,31

Quelle: FactSet, eigene Berechnungen.



**„Die desolante Liquiditätssituation bei den Small Caps, die unzureichende Informationsbereitstellung durch Finanzdatenanbieter und die geringe Analysten-Coverage erfordern umso höhere Kommunikationsanstrengungen der Unternehmen.“**

lich gehandelten Small-Cap-Aktien am Gesamtumsatz beträgt von Januar 2004 bis März 2009 lediglich 4,6 %, wogegen sich die Anteile der Mid Caps auf 25,6 % und der Large Caps auf 69,8 % belaufen.

Während sich der Wertpapierhandel auf die Mid und insbesondere auf die Large Caps fokussiert, kämpfen die Small Caps mit dem Problem der Illiquidität. Dieses Beachtungsdefizit an der Börse kann nur durch eine hohe Kommunikationsbereitschaft, eine effiziente Finanzkommunikation sowie durch eine gute Kenntnis potenzieller Investorengruppen behoben werden.

#### Die Finanzkommunikation verbessern

Die desolante Liquiditätssituation bei den Small Caps, die unzureichende Informationsbereitstellung durch Finanzdatenanbieter und die geringe Analysten-Coverage führen zu einer fehlenden Informationsverarbeitung und erfordern umso höhere Kommunikationsanstrengungen der Unternehmen. Eine Untersuchung der Unternehmenspräsentationen für die in 2008 von der DVFA veranstalteten Small Cap Conference zeigt jedoch deutliche Mängel in der Befriedigung der Informationspräferenzen von Investment Professionals auf.

Die 43 Unternehmenspräsentationen wurden zunächst hinsichtlich der Bereitstellung von finanziellen Daten wie Kennzahlen des Jahresabschlusses sowie hinsichtlich der Non-GAAPs untersucht. Die Ergebnisse zeigen auf, dass die Small Caps die Informationsbedürfnisse ihrer Ziel-

gruppen scheinbar nicht kennen bzw. unwillig sind, diesen zu entsprechen. Während von Investment Professionals unmissverständlich Kennzahlen wie EPS, ROCE, Free Cashflow, EBIT inklusive prognostizierter Entwicklungen gefordert werden, liefern Unternehmen mehrheitlich verkürzte Darstellungen der vergangenheitsorientierten Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Cashflow-Rechnung. Damit generieren die Unternehmenspräsentationen inhaltlich keinen Informationsmehrwert, da diese Daten partiell bereits von Finanzdatenanbietern zur Verfügung gestellt werden.

Im Hinblick auf die Darstellung nicht-finanzieller Informationen, zu denen Angaben zur Unternehmenssituation und -tätigkeit, zur Wettbewerbs- und Branchensituation wie auch zu Unternehmensstrategien und -zielen zählen, ergibt sich ein kongruentes Bild. Defizite bestehen in der Erläuterung der Produkt- und Serviceentwicklung sowie in der Veranschaulichung von mikro- und makroökonomischen Einflussfaktoren, die nachhaltig auf die Geschäftstätigkeit einwirken.

Des Weiteren werden der Marktanteil, die Wettbewerberstruktur wie auch das Branchenwachstum in weniger als die Hälfte der untersuchten Unternehmenspräsentationen aufgezeigt. Dies deutet darauf hin, dass Small Caps entweder keine umfassenden Kenntnisse des Marktes und der Wettbewerber besitzen, was durch die besonders dynamische Marktsituation

erklärt werden könnte, oder aber aus taktischen Gründen nicht bereit sind, Investment Professionals Daten zu Märkten und Wettbewerbern zu liefern. Möglicherweise, weil sie sich über die mit einem Small Cap Investment einhergehenden intrinsischen Risiken für Investoren nicht im Klaren sind.

Die verfolgte Strategie, die angestrebten Ziele und die hierfür notwendige Investitionspolitik definieren die Zukunft wie auch den Unternehmenserfolg maßgeblich. Während die Unternehmensziele zu 81 % in den Präsentationen vorliegen, werden die Strategie nur zu 77 % und die Investitionspolitik zu 16 % genannt. Demnach legt der Hauptteil der Unternehmen die gesetzten Ziele offen, ohne auf deren Erreichung durch die Strategie einzugehen. Zudem werden innerhalb der Strategieformulierung überwiegend Expansionsbemühungen angeführt, deren Verwirklichung mittels einer entsprechenden Informationspolitik unbeantwortet bleibt.

Der Nutzen einer effizienten Finanzkommunikation, welche die Identifizierung von Zielgruppen und deren Informationsbedürfnissen wie auch in der Folge die Bereitstellung der präferierten Informationen voraussetzt, wird offenbar von Small Caps nicht erkannt.

Ein Expertengremium der DVFA hat im Frühjahr 2009 eine Initiative für Small Cap Investments mit dem Ziel ins Leben gerufen, die Finanzkommunikation von Small Caps durch Erstellung von Best-Practice-Leitfäden zu verbessern und im Rahmen von Workshops für CEOs und CFOs Anleitung zu geben. Die Potenziale des eigenen Unternehmens sollen dadurch spezifisch auf Small-Cap-Investorengruppen wie Family Offices, Small-Cap-Spezialisten, High Net Worth Individuals etc. identifiziert und herausgearbeitet werden. □

**Autoren:** Petra Oetken ist Mitglied der DVFA-Expertengruppe Small Caps. Ralf Frank ist Managing Director bei der DVFA GmbH, Frankfurt/Main.

<sup>1</sup> Vgl. Chen, Z./Jindra, J (2001), S. 3 f., Lev, B. (1999), S. 5 und S. 17.